

食品饮料行业

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-07-01

白酒淡季继续控量挺价，食品龙头业绩稳定增长

核心观点：

● 6月份食品饮料北上资金净流入45亿元

2019年6月食品饮料行业北上资金净流入45.14亿元，其中白酒净买入28.95亿元，啤酒净买入8.81亿元，调味品净买入5.77亿元。根据wind，截至2019年6月28日食品饮料北上资金持有市值前十企业为茅台、五粮液、伊利、海天、洋河、老窖、中炬、榨菜、水井坊、青啤，持股市值1044/330/266/161/130/32/25/24/21/16亿；占北上资金持有食品饮料市值（2162亿元）比例分别为48%/15%/12%/7%/6%/1%/1%/1%/1%/1%。白酒龙头茅台、五粮液、老窖、洋河净流入24/12/8/5亿元，调味品龙头海天、榨菜、中炬净流入3/2/3亿元，乳制品龙头伊利净流入0.2亿元。

● 白酒行业高景气度持续，淡季继续控量挺价

1) 高端酒批价上行，增长确定性最高。高端酒批价继续上涨，据云酒头条，本月茅台要求经销商打下半年款，意在倒逼经销商加快出货压低批价，月底批价已经逐渐下降至2000元左右，预计半年报预收款和现金流表现较好；五粮液5月底批价880-920，6月份第八代普五上市，批价有望达920以上，据搜狐新闻，下半年第八代仅5250吨，任务较轻，预计批价会继续上挺；据北京商报，国窖受益普五控货挺价，Q2有望实现较快增长。2) 因二季度高端酒批价均上涨，为保持品牌力主流次高端品牌均控量挺价，为中秋国庆旺季积蓄势能。因地产龙头近两年开始大力推广次高端产品，行业竞争略有加剧，我们看好渠道力强的全国性品牌洋河和汾酒，地产品龙头古井、口子 and 今世缘。3) 低端酒市场逐渐光瓶酒化，龙头牛栏山规模及品牌优势凸显，受益集中度提升，二季度继续保持了平稳的增长，预计全年能够保持25-30%的稳健增长。

● 食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长

1.调味品：酱油行业成本压力较小，龙头维持性价比抢占市场份额，我们预计2019Q2龙头海天味业和中炬高新业绩稳定增长。2.乳制品：原奶进入温和上涨周期，据wind，4-6月份生鲜乳价格同比上涨3.48%，上涨幅度较2019Q1（同比增长3.72%）略放缓。行业成本提升，双寡头成本管控优势明显。目前行业双寡头仍以抢占市场份额为主，据wind，伊利毛销差2018Q2处于历史低位（10.44%），2019Q2有望同比略提升。3.啤酒：6月份小麦到港价同比提升14%，啤酒行业提价和产品结构升级有望降低成本上涨压力。4.休闲食品：据华禽网络，6月鸭掌价格同比下跌19%，其他鸭副产品价格同比略有上涨，绝味食品受益规模优势，原材料压力不大。5.肉制品：据Wind，6月份生猪均价16.1元/千克，同比上涨40%，肉制品行业成本压力提升。龙头双汇有望通过提价抵御成本压力。

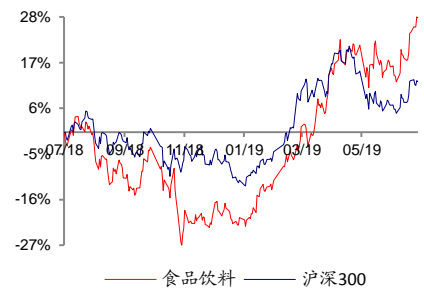
● 投资建议

1.白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业。2.食品：调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健、桃李面包。

● 风险提示

宏观经济增长低于预期影响部分行业需求；食品安全。

相对市场表现



分析师：

王永锋



SAC 执证号：S0260515030002



SFC CE No. BOC780



010-59136605



wangyongfeng@gf.com.cn

相关研究：

食品饮料行业:2019 下半年策略: 白酒景气度有望持续，食品龙头业绩稳健 2019-06-24

食品饮料行业:白酒淡季控量挺价，食品龙头业绩有望稳定增长 2019-06-02

食品饮料行业:A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

食品饮料行业:A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

食品饮料行业:A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

食品饮料行业:A 股消费在全球最具竞争优势，消费龙头有望演绎长期牛市 2019-05-31

联系人：刘景瑜 010-59136617

gfluijingyu@gf.com.cn

联系人：袁少州 010-59136617

yuanshaozhou@gf.com.cn

联系人：陈涛 010-59136617

gzchentao@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
贵州茅台	600519.SH	CNY	984.00	2019-04-25	买入	1,039.00	34.64	43.54	28	23	17.03	13.06	31.4	31.6
五粮液	000858.SZ	CNY	117.95	2019-04-29	买入	112.25	4.49	5.53	26	21	14.55	11.31	23.3	24.0
泸州老窖	000568.SZ	CNY	80.83	2019-04-26	买入	77.50	3.10	3.79	26	21	17.28	13.88	24.7	27.9
洋河股份	002304.SZ	CNY	121.56	2019-04-29	买入	135.00	6.14	7.20	20	17	13.75	11.31	23.7	24.2
水井坊	600779.SH	CNY	50.82	2019-04-28	买入	48.30	1.61	2.06	32	25	22.75	17.61	36.6	41.2
山西汾酒	600809.SH	CNY	69.05	2019-04-28	买入	60.00	2.10	2.44	33	28	16.48	13.90	25.0	25.2
今世缘	603369.SH	CNY	27.89	2019-04-23	买入	30.00	1.15	1.49	24	19	17.35	13.24	20.9	23.4
古井贡酒	000596.SZ	CNY	118.51	2019-04-28	买入	118.53	4.39	5.63	27	21	18.19	13.73	24.3	25.5
口子窖	603589.SH	CNY	64.42	2019-04-18	买入	60.20	3.01	3.45	21	19	14.50	12.13	25.5	25.7
海天味业	603288.SH	CNY	105.00	2019-04-26	买入	90.00	1.96	2.39	54	44	40.22	31.95	27.6	25.2
中炬高新	600872.SH	CNY	42.83	2019-04-29	买入	39.00	0.89	1.16	48	37	29.82	22.31	16.5	17.6
涪陵榨菜	002507.SZ	CNY	30.50	2019-04-21	买入	35.00	1.01	1.20	30	25	24.56	20.20	24.5	22.4
伊利股份	600887.SH	CNY	33.41	2019-04-26	买入	34.50	1.15	1.30	29	26	19.61	16.78	22.9	23.7
双汇发展	000895.SZ	CNY	24.89	2019-04-30	买入	31.60	1.58	1.73	16	14	12.70	11.15	35	33.8
绝味食品	603517.SH	CNY	38.91	2019-04-28	买入	37.80	1.35	1.63	29	24	18.62	15.07	21.8	22.3
安井食品	603345.SH	CNY	51.40	2019-04-26	买入	44.80	1.40	1.72	37	30	20.90	16.69	13.9	15.2
汤臣倍健	300146.SZ	CNY	19.40	2019-04-26	买入	24.60	0.82	1.05	24	18	17.63	13.82	15.6	18.4
桃李面包	603866.SH	CNY	41.65	2019-04-28	增持	42.00	1.15	1.36	36	31	24.65	19.76	19.5	21.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照 2019 年 6 月 28 日收盘价计算, 绝味食品、安井食品股本变动导致 eps 变化

目录索引

一、6月份食品饮料北上资金净流入45亿元.....	5
1.北上资金：食品饮料6月份净流入45.14亿元，白酒龙头净流入49.65亿元.....	5
2.行情回顾：6月份食品饮料指数上涨10.23%，涨跌幅排名第一.....	6
3.板块估值：6月食品饮料PE（TTM）达32倍，全行业排名第9.....	8
二、白酒行业高景气度持续，淡季继续控量挺价.....	9
三、食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长.....	13
1.调味品：成本压力小，龙头业绩有望稳定增长.....	13
2.乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显.....	14
3.啤酒：6月份小麦到港价提升14%，提价和产品结构升级有望降低成本上涨压力.....	16
4.休闲食品：6月鸭掌价格同比下跌19%，其他鸭副产品价格同比略有上涨.....	16
5.肉制品：猪价进入上涨周期，6月份生猪均价16.1元/千克，同比上涨40%.....	17
四、投资建议.....	18
五、风险提示.....	18

图表索引

图 1: 北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额 (19 年 6 月)	5
图 2: 北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额 (19 年 6 月)	5
图 3: 申万分行业板块涨跌幅 (19 年 6 月)	6
图 4: 食品饮料子板块涨跌幅 (19 年 6 月)	6
图 5: 食品饮料涨幅前十 (19 年 6 月)	7
图 6: 食品饮料跌幅前十 (19 年 6 月)	7
图 7: 申万各行业估值情况 (19 年 6 月)	8
图 8: 食品饮料子行业估值情况 (19 年 6 月)	8
图 9: 申万白酒、肉制品、啤酒历史估值 (PETTM)	8
图 10: 申万乳品、调味品、综合食品历史估值 (PETTM)	8
图 11: 高端酒出厂价信息 (元)	9
图 12: 高端酒批价信息 (元)	9
图 13: 大豆现货价格 (元/吨)	13
图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨)	13
图 15: 全球乳制品交易价格指数 (GDT)	14
图 16: 全球原奶价格与饲料价格	14
图 17: 4-6 月份国内生鲜乳价格同比增长 3.48%，上涨幅度略放缓	15
图 18: 2018Q2 毛销差 10.44%，2019Q2 同比有望略提升	15
图 19: 大麦到港价格 (元/吨，广州)	16
图 20: 小麦现货价格 (元/吨)	16
图 21: 6 月份鸭掌均价同比下降 19.09%，其他鸭副产品均价略有上涨	16
图 22: 6 月份生猪均价 16.1 元/千克，同比上涨 4.6 元/千克，同比增长 40%	17
表 1: 白酒龙头淡季控量挺价	9

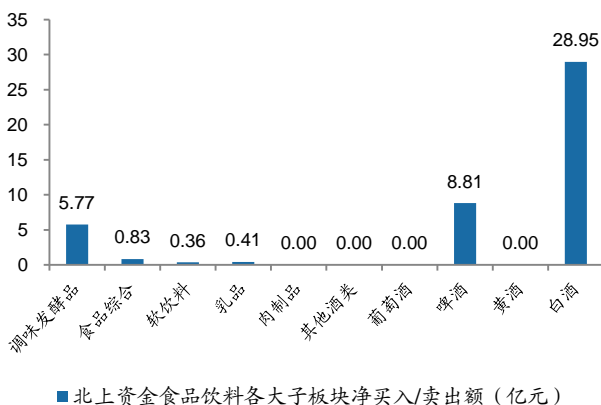
一、6月份食品饮料北上资金净流入45亿元

1. 北上资金：食品饮料6月份净流入45.14亿元，白酒龙头净流入49.65亿元

19年6月食品饮料净买入45.14亿元，白酒净买入28.95亿元，其中茅台净流入24亿。由于18Q4食品饮料行业龙头企业估值降至较低水平，18年11月以来北上资金持续买入白酒龙头，北上资金持股占总股本比较高，19年5月食品饮料长时间净流出。6月北上资金再现大幅度涌入，同期食品饮料板块涨幅达10.23%，同期沪深300涨幅5.39%。6月北上资金食品饮料行业净买入45.14亿元，其中白酒行业净买入28.95亿元，啤酒净买入8.81亿元，调味品净买入5.77亿元，其他子行业月度净买入/卖出均未超过1亿元。

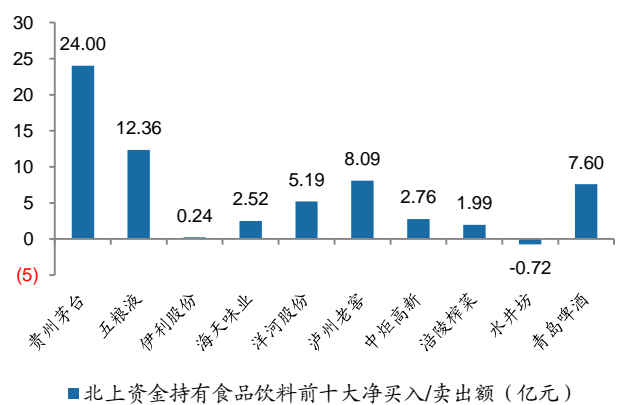
个股上，19年6月28日食品饮料北上资金持有市值前十分别为贵州茅台、五粮液、伊利股份、海天味业、洋河股份、泸州老窖、中炬高新、涪陵榨菜、水井坊、青岛啤酒，持股市值分别为1044.01亿、329.65亿、265.73亿、161.15亿、130.15亿、31.63亿、25.06亿、23.95亿、21.17亿、15.59亿；占北上资金持有食品饮料市值（2162.2亿）比分别为48.28%、15.25%、12.29%、7.45%、6.02%、1.46%、1.16%、1.11%、0.98%、0.72%；6月份单月净买入/卖出分别达24.00亿、12.36亿、0.24亿、2.52亿、5.19亿、8.09亿、2.76亿、1.99亿、-0.72亿、7.60亿。白酒龙头茅五泸洋净流入合计49.65亿元，剔除后白酒板块净流出20.70亿元；调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜合计净流入7.28亿元，剔除后调味品板块净流出1.51亿元；乳制品龙头伊利股份净流入0.24亿元。

图 1：北上资金食品饮料子行业净买入/卖出额（19年6月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：北上资金持有食品饮料个股市值前十本月净买入/净卖出额（19年6月）

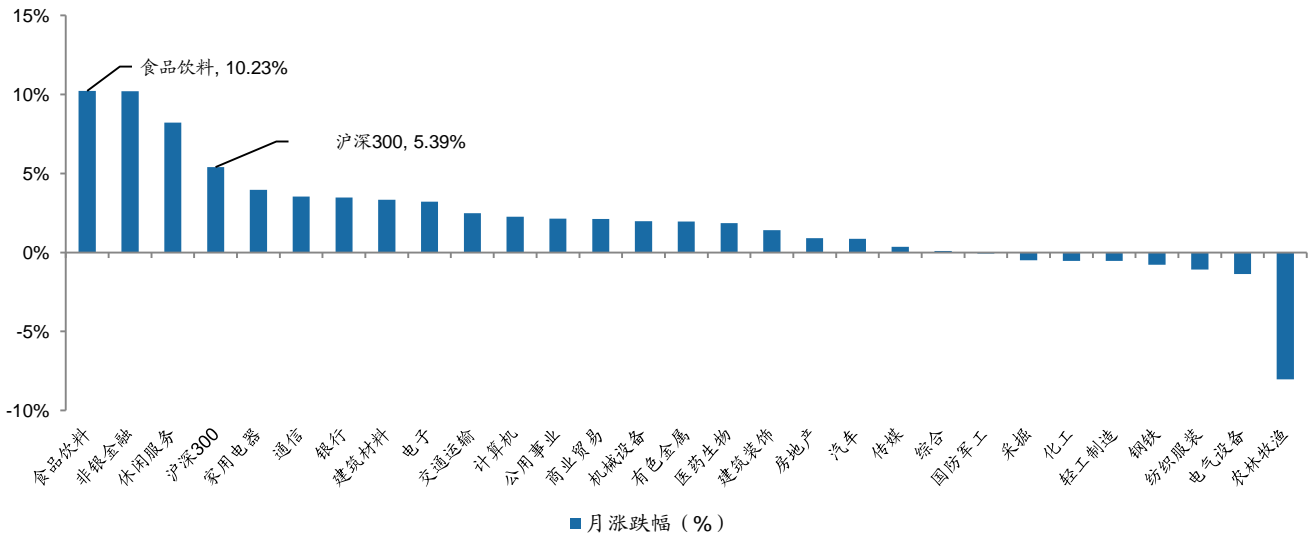


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.行情回顾：6月份食品饮料指数上涨10.23%，涨跌幅排名第一

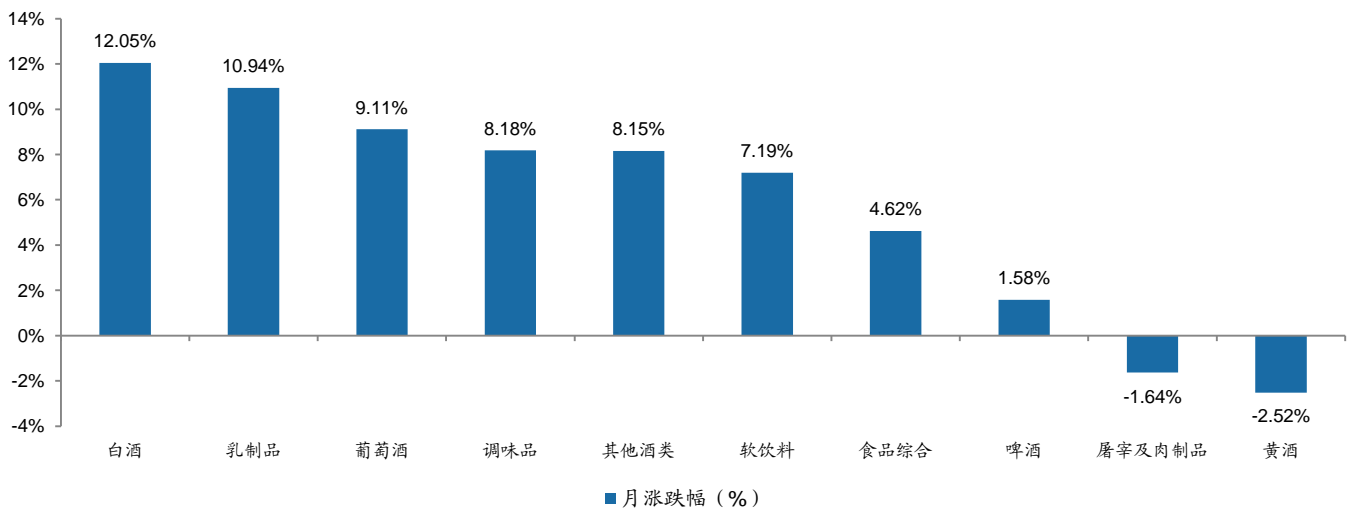
6月1日至6月28日，沪深300涨幅为5.39%，食品饮料行业涨幅10.23%，板块整体表现强于沪深300，排名第一。5月食品饮料子板块中涨幅最大为白酒，达12.05%，跌幅最大为黄酒，达-2.52%。

图 3：申万分行业板块涨跌幅（19年6月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

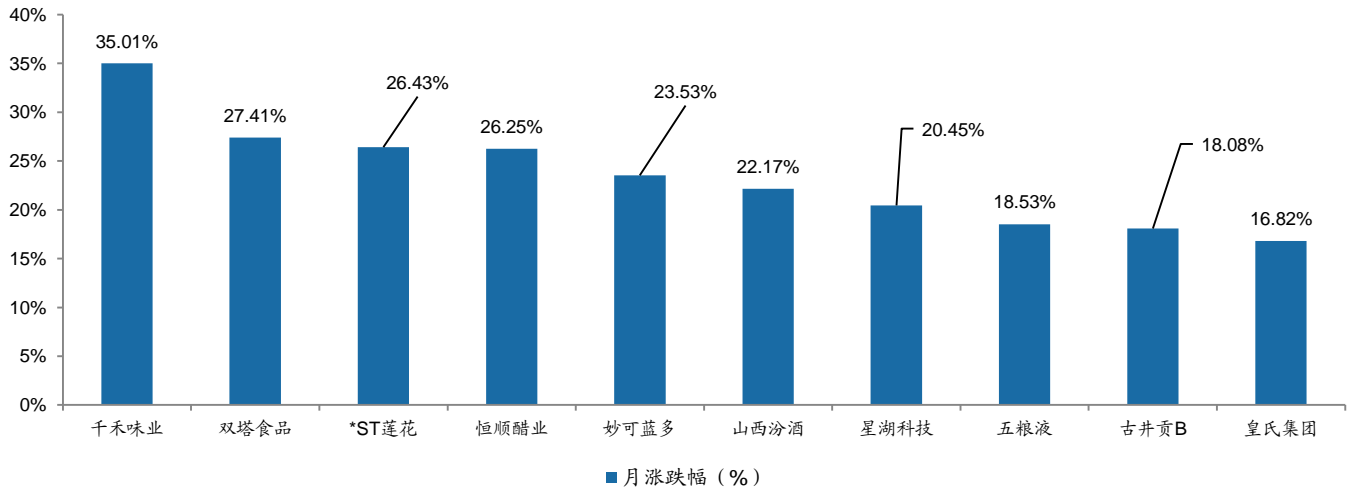
图 4：食品饮料子板块涨跌幅（19年6月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

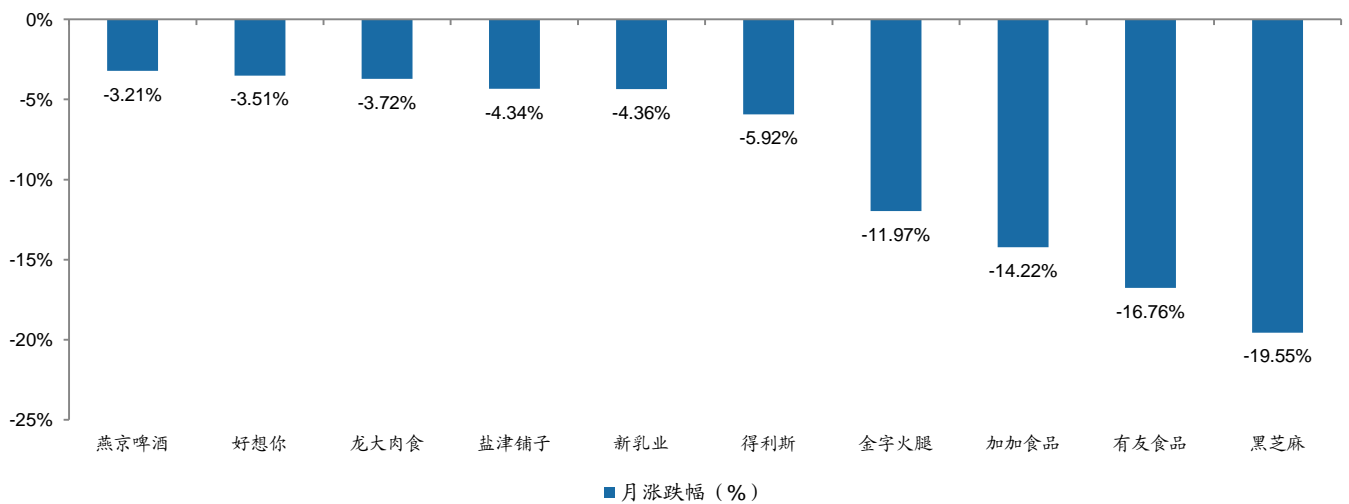
涨幅前十名个股分别为千禾味业、双塔食品、ST莲花、恒顺醋业、妙可蓝多、山西汾酒、星湖科技、五粮液、古井贡B、皇氏集团，涨幅分别为：35.01%、27.41%、26.43%、26.25%、23.53%、22.17%、20.45%、18.53%、18.08%、16.82%。跌幅前十分别为黑芝麻、有友食品、加加食品、金字火腿、得利斯、新乳业、盐津铺子、龙大肉食、好想你、燕京啤酒。

图 5：食品饮料涨幅前十（19年6月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图 6：食品饮料跌幅前十（19年6月）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

3. 板块估值：6月食品饮料PE(TTM)达32倍，全行业排名第9

估值方面，食品饮料PE(TTM)为31.94倍，在所有申万行业中排名第9。在子板块中，其他酒类板块估值最高，PE(TTM)为57.15倍，屠宰及肉制品板块最低为20.35倍。其中白酒、乳制品、调味品板块估值分别为31.07、32.39、54.25倍。

图 7：申万各行业估值情况（19年6月）

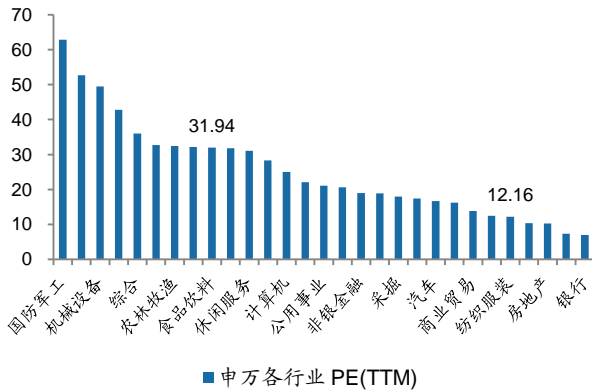
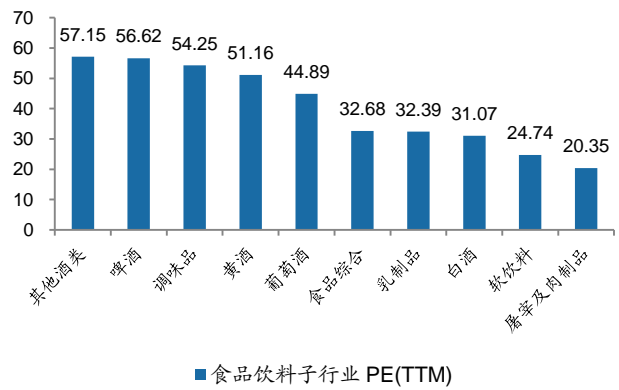


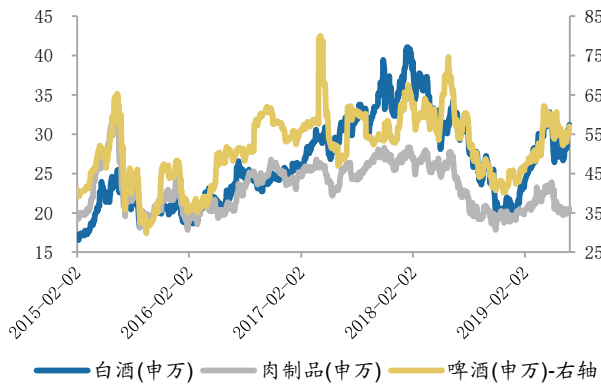
图 8：食品饮料子行业估值情况（19年6月）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/06/28

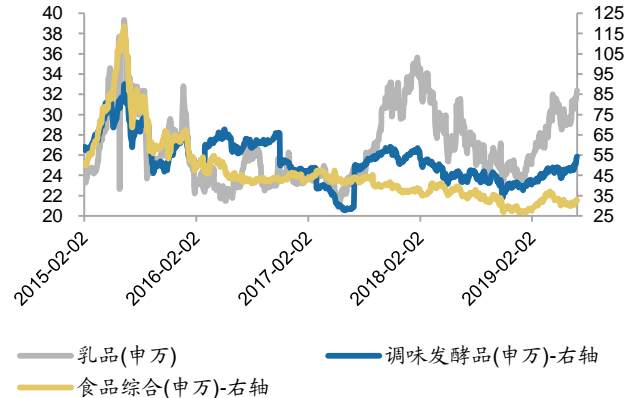
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/06/28

图 9：申万白酒、肉制品、啤酒历史估值（PETTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/06/28

图 10：申万乳品、调味品、综合食品历史估值（PETTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，截至 19/06/28

二、白酒行业高景气度持续，淡季继续控量挺价

高端酒批价维持高位，6月茅台批价在2000元附近。白酒行业淡季控量挺价，高端酒维持高位，5月份茅台部分区域批价近2000元，6月茅台批价突破2000元，6月末因低度茅台推出，部分区域批价略有回落。五粮液新品上市，供给略有不足，批价维持高位；国窖1573方面经销商对国窖提价跟进五粮液预期高，导致国窖1573批价同样维持高位。

图 11: 高端酒出厂价信息 (元)

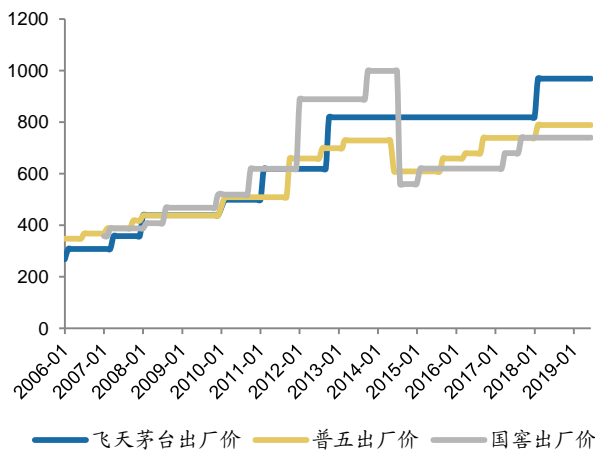
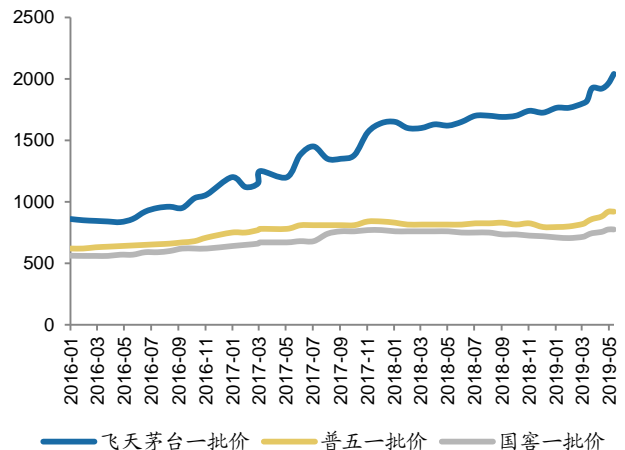


图 12: 高端酒批价信息 (元)



数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

数据来源：国酒财经，广发证券发展研究中心

白酒淡季控量挺价持续，6月份多家酒企大面积停货挺价。6月份白酒控量挺价持续，据糖酒快讯，五粮液6月1日起为八代五粮液铺路，统一第八代零售价至1199元，第七代收藏版至1699元，第七代普通五粮液至1399元，并对低度酒做相应零售指导价调整；同时国窖1573华中区域配送价格调整至860元，团购上调至919元。据微酒，洋河股份针对本埠江苏市场停货，6月4日起蓝色经典全系列江苏停货。

表 1: 白酒龙头淡季控量挺价

白酒品牌	时间	提价政策
郎酒	2019/1/7	郎酒调整了关于9款奢香产藏品的出厂价和零售价。
泸州老窖	2019/1/8	52度国窖1573经典装产品(500ml*6)酒行供货价建议为810元/瓶，团购价建议为880元/瓶，零售价建议为1099/瓶。同时1月经典装产品配额扣减20%执行。
酒鬼酒	2019/2/21	3月15日起，52度500ml内参酒结算价上调20元/瓶
赊店	2019/2/28	3月1日起，赊店元青花洞藏10(45°和52°)价格上调5元/瓶
老白干	2019/3/4	十八酒坊20年供货价及零售价每件上涨25元；衡水老白干五星供货价及零售价每件上涨20元；衡水老白干20年供货价及零售价每件上涨30元
劲酒	2019/3/25	劲酒下发调价通知，125ml/258ml/520ml 35度中国劲酒流通渠道售价每瓶不得低于15/28/50元
泸州老窖	2019/4/20	5月1日起，老字号特曲产品各度数结算价均上调10元/500毫升，其它规格产品的价格体系同时作出相应调整，各渠道价格体系同时作出相应调整。

金沙酒业	2019/5/12	计划于9月1日起上涨500ml摘要酒出厂价与零售价，涨幅为15%
洋河股份	2019/5/15	5月21日起，洋河在全国范围内大幅度提高经销商向终端供货指导价，最高上涨幅度超20%。其中海之蓝涨价近百元/箱，天之蓝和梦三、梦六每箱涨价百元以上，梦九达到千元/箱
山西汾酒	2019/5/17	5月17日，48°/53°青花汾酒30（含升级版）统一上调开票价、终端供货价以及终端建议零售价，上调后终端建议零售价为738元/瓶。7月1日起将开启第二轮涨价，48°/53°青花汾酒30（含升级版）开票价每瓶上调20/30元，终端供货价每瓶上调10/30元，终端零售价每瓶上涨30元/50元至768元/788元。
郎酒	2019/5/20	53度青花郎烟酒渠道供货价上调69元/瓶，规格为500ml*6的53度/44.8度青花郎统一报价1059元，最低成交价959元
李渡	2019/5/21	李渡高粱1955零售价上调至770元
泸州老窖	2019/5/25	国窖1573暂停湖南地区发货，并调整52度国窖1573终端配送价至860元/瓶，建议终端客户团购价919元/瓶
剑南春	2019/5/30	汇金商贸发文取消水晶剑扫码费，同时降低拉单人奖励费用。
剑南春	2019/5/31	剑南春水晶剑提价20元/瓶
五粮液	2019/6/1	6月1日起，第八代经典装五粮液（500ml，52°）全国统一零售价1199元/瓶；第七代五粮液收藏版（500ml，52°）1699元/瓶；第七代五粮液（500ml，52°）1399元/瓶；39°五粮液（500ml）719元/瓶；52°交杯（500ml 1399元，375ml 1059元）；1618五粮液（500ml，52°）1199元/瓶；金装五粮液（500ml，52°）1299元/瓶。
洋河股份	2019/6/4	自6月4日起，洋河海之蓝、天之蓝、梦之蓝（M3/M6/M9）、梦之蓝手工班产品全面停止向江苏市场经销商供货。
泸州老窖	2019/6/6	国窖1573营销公司华中大区发布通知，即日起暂停对各经销商发货，对国窖1573进行停货提价，配送价调整至860元，团购价调整至919元。
贵州茅台	2019/6/12	6月12日李保芳表示，今年茅台酒投放量为约3万吨，目前已经投放1.2万吨，从年初到6月底必须确保1.4万吨的投放量。也就是说从今天到6月底，茅台将向市场投放2000吨茅台酒
泸州老窖	2019/7/1	头曲酒（柔雅/红色柔雅）、D9（2013版）挂牌价调整为198元/瓶；头曲酒铁盒（2017版）、D6挂牌价调整为158元/瓶；头曲酒铁盒（2014版）挂牌价调整为128元/瓶；老窖头曲酒挂牌价调整为98元/瓶。

数据来源：糖酒快讯，广发证券发展研究中心

6月份泸州老窖、汾酒、水井坊召开股东大会，我们进行重点跟踪。

泸州老窖：国窖采取跟随战略，受益茅台缺货与普五提价，全年增长确定性高。未来中国劳动力人口持续下降，白酒行业销量也将持续下降，但行业销售额则会不断增长，主要系白酒行业提价能力强。我们认为在全国白酒消费量持续缩减的大背景下，收入有望继续向行业龙头集中，行业未来几年会继续洗牌。老窖作为白酒龙头之一持续受益行业集中度提升。国窖1573采取价格跟随策略，为应对五粮液新品上市带来的普五批价上行，国窖下半年也有可能提价跟进，预计未来几年国窖也会采取跟随战略。国窖目前批价760-800元左右，二季度受益于茅台、五粮液经销商缺货，国窖1573出货较快，同时经销商预计下半年国窖即将提出厂结算价，因此渠道积极进货，我们预计国窖1573上半年增速25-30%；特曲60版今年目标10亿以上，增速40%以上；窖龄酒仍处于调整阶段，未来仍将作为次高端价位的补充性产品。此外，公司华东区域增速依旧领先全国，华南增速弱于华东，我们认为华南市场较

为薄弱，仍需要一段时间的培育期。

直营公司定位经销商客情培育，未来放量仍然将依赖经销商。 国窖渠道模式前期采取了直营子公司+经销商的方式，但公司对于直营子公司的定位是其最终目的是发展当地人脉关系以及发挥公司执行力优势，因此部分子公司在后期已经转变为与当地经销商合作的模式，随着合作越来越多，很多子公司已经在逐步缩减。我们认为即使是高端酒，品牌力虽然能够弥补渠道推力弱的不足，但同样需要依赖经销商的当地资源。我们认为公司目前对国窖渠道模式谋划的思路正确，也匹配国窖当前的市场地位和公司自身优势，强化其与经销商的客情有助于其渠道推力的提升。

品牌导向下国窖品牌宣传费用仍将上升，但渠道支持费用将边际下降。 公司前几年费用投入较大，拖累了利润率，今年已经开始对于费用加强管控。同时对于费用投放的结构也在调整，我们认为随着国窖品牌力上升，渠道费用占比会缩减，消费者品宣费用占比会提升，让国窖更多发挥其品牌拉力的作用。我们认为费用投入消费者品宣，加快动销周转，尽管缩减经销商渠道毛利率，但经销商ROE仍会保持高位。

我们认为公司管理层思路清晰，对行业具有前瞻性判断，受益于高端酒的稳健扩容，未来几年国窖也会保持稳健的增长。同时，今年受益五粮液控量挺价国窖保持较快的增长，下半年五粮液批价站稳959后国窖大概率跟进提价，高端产品保持较快增长，加强费用管控，预计利润率有望继续提升。我们预计19-21年公司收入分别为157.79/185.77/214.03亿元，同比增长20.86%/17.73%/15.21%；净利润分别为45.38/55.54/66.06亿元，同比增长30.19%/22.38%/18.94%；EPS分别为3.10/3.79/4.51元/股，对应19年6月28日收盘价PE为26/21/18倍，维持买入评级。

风险提示：茅台五粮液批价下行，茅台五粮液放量挤压国窖销量空间，价格严重倒挂。

山西汾酒：激励持续维持高位，与华润协同加快，有望强化公司渠道推力。 公司国改之后，对于销售体系改革力度较大，权力充分下放。渠道改革后公司招商进度较快，据微酒，目前汾酒全国终端达46.8万家（18年底31.9万家），年度目标55万家。且汾酒与华润合作后，华润啤酒已派驻董事会成员，股东大会上公司表示下半年与华润的合作将加快，有望强化汾酒渠道推力。具体而言，前期汾酒已经在华润渠道中植入波汾（北京、辽宁试点），华润雪花控制190万家终端，公司择优选择匹配白酒的渠道进行销售，同时也在研究推进华润万家、怡宝、华润香港等渠道的合作。在管理方面，公司已经在5个重点市场与雪花大区经理进行点对点合作。我们认为公司引入华润，除了在渠道、产品和管理上的合作，更为重要的是引入外部力量，能够很好的形成对于公司内部力量的制约，推动公司能不断进行市场化改革。

省外扩张拉动公司收入增长，低基数下青花高增速有望维持。 公司去年北京等外埠区域渠道库存有望理顺，今年轻装上阵，省外有望高增长，省外占比有望提升至50%以上（据wind，18年底为43%）。省外高速增长将有效拉动公司收入增长。同时，据新浪财经，公司与国资委签订的责任书中19年年度股权激励目标规划全年收入20%左右增长，预计19Q2公司收入有望增长20%以上，其中青花收入增速可能达30%以上。

公司治理结构更为扁平化，有望推动集团并表优化。 公司今年会完成对集团酒

类资产的收购，取消一层管理层级，预计对非酒类资产会选择剥离（目前已经剥离一部分）。未来汾牌将由原来开发模式转向定制模式，扩大个性化产品的销售，目前汾牌管理层已经调整完毕，由华润派出总经理，预计今年8月瘦身工作完成后将会重回增长。保健酒产品除竹叶青（全年5亿目标）外，对于白玉和玫瑰汾酒公司已经完成产品规划，未来保健酒将借助青花渠道推广。

我们认为公司仍处在全国化扩张的进程之中，费用率下降的幅度有限，但增值税率下调相当于提价2.3%，将增厚公司利润，国资委对于集团19年酒类利润增长目标要求为25%，预计能够实现。我们预计19-21年公司收入分别为115.72/133.98/152.49亿元，同比增长23.34%/15.78%/13.81%，归母净利润分别为18.15/21.13/24.50亿元，同比增长23.71%/16.45%/15.93%，EPS分别为2.10/2.44/2.83元/股，按最新收盘价对应19年6月28日收盘价PE为33/28/24倍。

风险提示：省外扩张低于预期，渠道库存高企，宏观经济疲软。

水井坊：公司新委任总经理，未来将持续加大品牌营销宣传；产能扩张仍处于初期阶段。（1）公司新任总经理危永标先生接替范福祥董事长。据封面新闻，危经理消费品经验丰富，曾任职于宝洁和保乐力，曾担任保乐力加（中国）有限公司董事总经理，成绩斐然。我们认为新任总经理上任能够注入新活力，预计在营销上有所革新。我们认为危总高端烈酒的运作经验更加匹配次高端白酒行业，期待公司能够继续在渠道上有所创新。（2）公司未来仍会持续加大对于品牌宣传上的投入，目前核心门店模式相对更加容易模仿，公司只能够在执行力和数字化方面做到领先同行，但模式却难以避免被复制。因此，公司认为重中之重的是如何进一步加强品牌的内涵和竞争力，品牌是赢取消费者的关键。（3）据公司公告，2018年8月水井坊签订邛崃项目，其中预计19年能够投入施工。目前产能约8415吨，足以满足公司中短期产能供应，未来产能释放后，公司认为可以满足水井坊的产品供应。

我们预计19-21年公司收入分别为34.58/42.32/51.43亿元，同比增长22.65%/22.41%/21.52%；归母净利润分别为7.85/10.09/12.71亿元，同比增长35.45%/28.51%/25.98%；EPS分别为1.61/2.06/2.60元/股，对应19年6月28日收盘价PE为32/25/20倍。

风险提示：渠道库存高，河南、湖南等强势省份动销低于预期，华东收入增速低于预期，管理层经营策略风险。

三、食品抗周期能力强，龙头业绩有望稳定增长

1. 调味品：成本压力小，龙头业绩有望稳定增长

调味品维持高景气度，月度成本压力小。大豆6月份价格略有上涨，6月末价格3402.11元/吨，相较6月初提升26.32元/吨，但相较于4月份价格高位目前仍处于历史低水平，预计酱油制造企业毛利空间均有望提升。瓦楞纸价格下跌26.5元/吨，包材成本有望持续下行，进一步释放毛利空间。

图 13: 大豆现货价格 (元/吨)

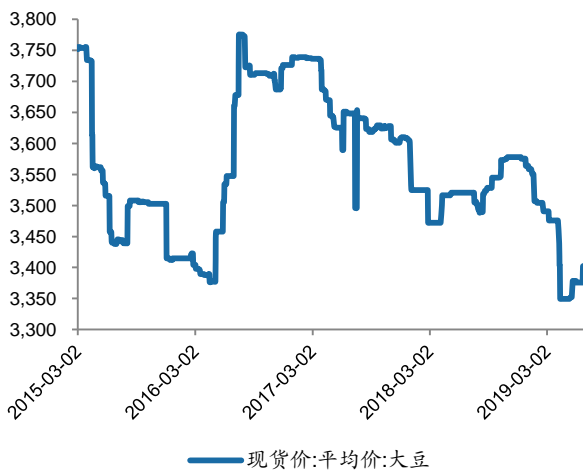
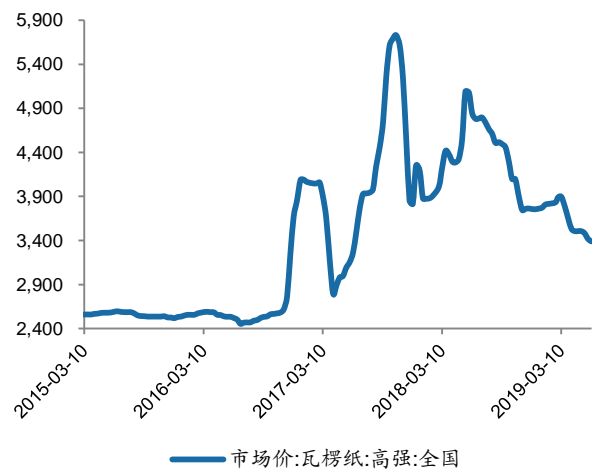


图 14: 瓦楞纸价格 (元/吨)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

中炬高新6月份召开股东大会: 公司持续聚焦调味品业务, 美味鲜团队经营稳健。中炬母公司针对美味鲜的管理, 预计在过去充分授权的基础上细化管理, 实行分级分层决策制度。公司目前已经启动内控体系的梳理和建设, 预计在未来2-3年时间建设完成。

受益体制改善, 我们预计公司五年“双百”目标有望实现, 发展节奏前低后高。(1) 酱油为主: 公司预计加大资源投放打造销售团队和经销商团队。受益家庭渠道全国化和餐饮渠道扩张, 公司酱油收入有望持续稳健增长。(2) 新品类放量: 蚝油为第二大品类, 主要受益于行业高速增长; 食用油为第三大品类, 行业空间大且周转快。

我们预计2019-2021年公司收入46.30/57.38/66.66亿元, 同比增长11.1%/23.9%/16.2%; 净利润7.08/9.21/11.16亿元, 同比增长16.5%/30.1%/21.3%; EPS为0.89/1.16/1.40元/股, 目前股价对应PE估值48/37/31倍。

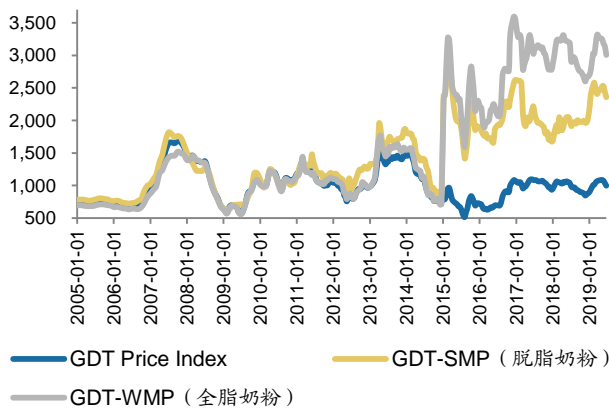
我们预计2019-2021年公司调味品业务收入44.14/51.33/60.60亿元, 同比增长14.6%/16.3%/18.1%; 调味品业务净利润6.94/8.41/10.36亿元, 同比增长21.3%/21.2%/23.3%。剔除房地产业务后(保守估计40亿元)公司调味品市值为293亿元, 调味品业务对应PE估值为42/35/28倍, 维持买入评级。

风险提示：终端动销低于预期，食品安全问题等。

2.乳制品：原奶进入温和上涨期，双寡头受益明显

原奶进入温和上涨期，利好双寡头。较5月21日，6月18日GDT价格指数下降76个点至997点，SMP（脱脂奶粉）指数下降171点至2358点，WMP（全脂奶粉）指数则下降174点至3006点。据wind，国内生鲜乳6月份均价3.55元/千克，同比增长4.62%，19Q2均价为3.54元/千克，同比上涨3.48%，上涨幅度环比19Q1（3.72%）略有放缓。我们认为，原奶进入温和上涨期，19Q2增速略放缓，双寡头伊利、蒙牛成本管控能力更强，受冲击更小，且目前仍然以抢占市场份额为主，份额将持续提升。

图 15: 全球乳制品交易价格指数 (GDT)



数据来源：Global Dairy Trade，广发证券发展研究中心

图 16: 全球原奶价格与饲料价格



数据来源：IFCN，广发证券发展研究中心

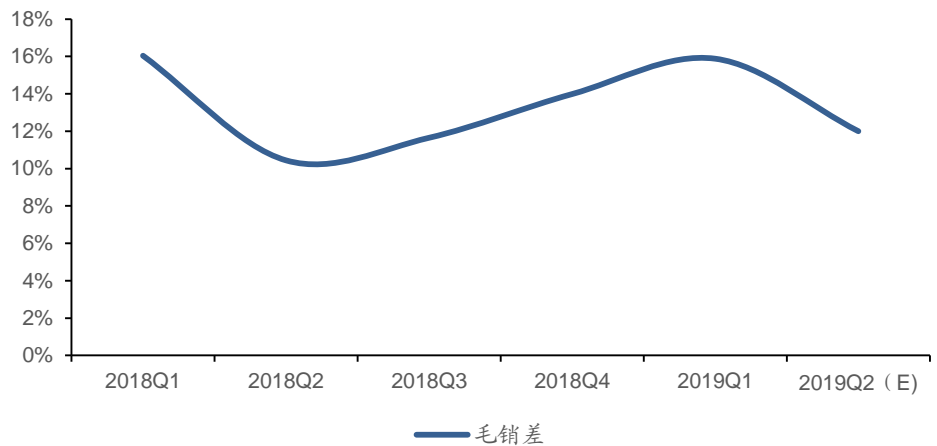
图 17: 4-6月份国内生鲜乳价格同比增长3.48%，上涨幅度略放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们预计龙头伊利股份2019Q2毛销差同比有望提升,单季度净利率有望同比提升。据wind, 2018Q2伊利毛销差(毛利率-销售费用率)处历史低位,仅为10.44%。我们预计2019Q2公司毛利率同比下降:(1)根据wind披露的数据,原奶价格进入温和上涨周期,2019Q2原奶收购价格同比上涨;(2)我们预计2019Q2公司买赠促销力度同比有望维持高位甚至略有提升:根据商超终端价格,5月份以来伊利高端白奶金典和蒙牛特仑苏商超终端价格均低于50元/箱(原价65元/箱)。2018Q2公司销售费用率基数高,2019Q2费用率同比有望下降,且伊利成本管控能力强,预计Q2毛利率下降幅度小于费用下降幅度,即公司单二季度毛销差同比有望略有提升。

图 18: 2018Q2毛销差10.44%，2019Q2同比有望略提升

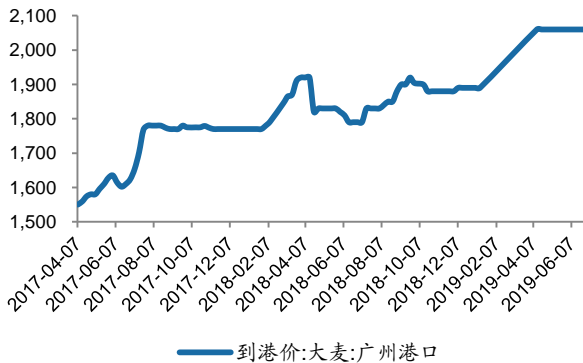


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.啤酒：6月份小麦到港价提升14%，提价和产品结构升级有望降低成本上涨压力

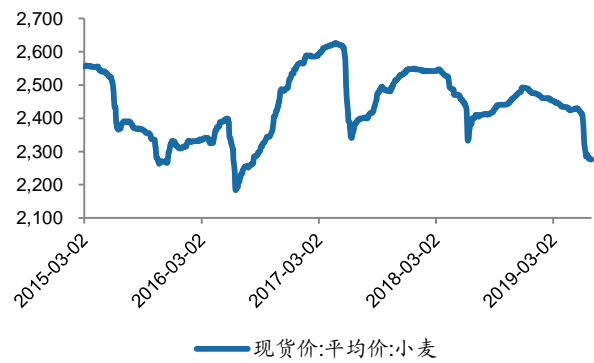
大麦价格维持高位，小麦价格下行，行业性提价有望一定程度上覆盖成本上涨。大麦到港价格6月份维持在2060元/吨高位，同比上涨260元/吨，同比上涨14.44%，主要系今年以来大麦到港价格受贸易战影响快速攀升。我们认为行业进入提价拐点期，根据历史经验，行业提价和产品结构升级有望覆盖一定成本上涨。此外，据wind数据，小麦价格6月均价达2297.12元/吨，同比下降88.77元/吨，同比下降3.72%。

图 19：大麦到港价格（元/吨，广州）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 20：小麦现货价格（元/吨）

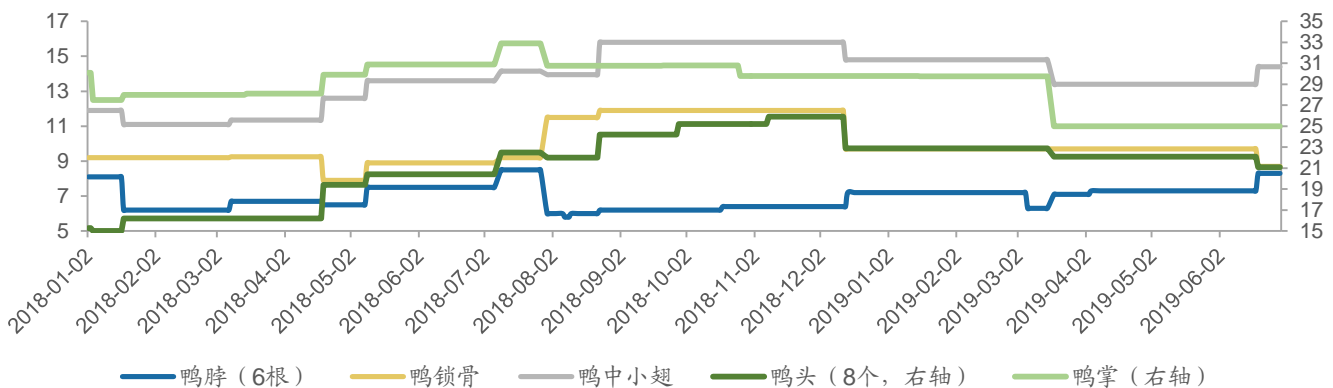


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

4.休闲食品：6月鸭掌价格同比下跌19%，其他鸭副产品价格同比略有上涨

6月份鸭掌价格25元/千克，同比下降19.09%，其他鸭副价格略有上涨。18年毛鸭养殖基础较好，受非洲猪瘟影响，19年扩栏速度较快毛鸭供给增加，今年毛鸭普遍扩产20%；而需求端鸭主产品（鸭胸、鸭腿）需求随猪价提升，鸭副产品需求端无明显上涨，我们认为鸭副涨幅有限。据华禽网络，19年6月鸭掌、鸭脖、鸭锁骨、鸭中小翅、鸭头均价分别达25元/千克、7.7元/6根、9.3元/千克、13.8元/千克、21.7元/千克，同比分别上涨-19.09%、2.39%、4.73%、1.32%、6.47%。我们认为龙头企业依托成本优势，同比18年下半年成本高位，今年成本压力有限。

图 21：6月份鸭掌均价同比下降19.09%，其他鸭副产品均价略有上涨

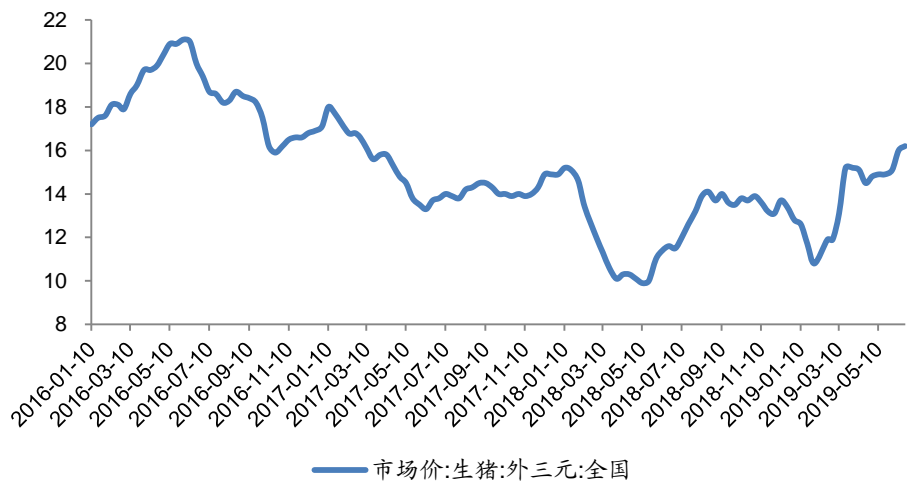


数据来源：华禽网络，广发证券发展研究中心

5.肉制品：猪价进入上涨周期，6月份生猪均价16.1元/千克，同比上涨40%

6月份生猪均价16.1元/千克，同比上涨4.6元/千克，同比涨幅达40%。据广发农业组6月23日发布的《猪价上行周期正式开启，“剩者”享受周期红利》报告，受非洲猪瘟影响，猪价进入上涨周期，端午节后猪价上涨明显，据wind，6月份生猪均价同比上涨4.6元/千克至16.1元/千克，同比涨幅达40%。

图 22：6月份生猪均价16.1元/千克，同比上涨4.6元/千克，同比增长40%



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

四、投资建议

1.白酒：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、今世缘、古井贡酒、口子窖、顺鑫农业。

2.食品：调味品龙头海天味业、中炬高新、涪陵榨菜；乳制品龙头伊利股份；肉制品龙头双汇发展；食品细分行业龙头绝味食品、安井食品、汤臣倍健、桃李面包。

五、风险提示

(1)白酒：宏观经济不达预期，茅台批价下行风险；渠道库存积压风险；扩张不及预期；动销不达预期；食品安全问题等。

(2)调味品：行业增速不达预期，高端产品动销不达预期；渠道扩张不达预期；食品安全问题等。

(3)乳制品：费用投放超预期；食品安全问题等。

(4)休闲食品：门店扩张不达预期；渠道扩张不达预期，终端动销不达预期；新品推广不达预期；食品安全问题等。

广发食品饮料研究小组

- 王永锋：首席分析师，经济学硕士，10年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名。
- 王文丹：联席首席分析师，经济学硕士，4年证券行业工作经验。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 刘景瑜：研究助理，统计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年食品饮料最佳分析师新财富第3名团队成员。
- 陈涛：研究助理，统计学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 袁少州：研究助理，经济学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。